

# ARBITRAGEM E SEGURANÇA JURÍDICA NO NOVO MERCADO BRASILEIRO

PAULO HENRIQUE DE SOUZA FREITAS\*

## INTRODUÇÃO

Este trabalho visa primordialmente abordar a questão da arbitragem no *Novo Mercado* brasileiro. Mas, indaga-se primeiramente: O que é o *Novo Mercado* brasileiro? Estamos referindo-nos a implantação efetivada em dezembro de 2000, pela Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa, ao novo segmento de listagem de empresas à negociação de ações emitidas, que, voluntariamente, comprometem-se a adotar práticas de governança corporativa<sup>1</sup>, que vão além daquelas exi-

---

\* Advogado e Doutor em Direito pela PUC-SP.

1 **Governança Corporativa.** *Um dos traços mais marcantes das corporações modernas é a separação entre propriedade e gestão. Nos Estados Unidos, na Inglaterra, na Alemanha, no Japão e em outros países, a tradicional estrutura de poder atomizado, típica das empresas familiares, cede lugar a estruturas mais complexas de poder difuso entre diversos órgãos e pessoas. Por conta dessa tendência surgiu um arsenal de instrumentos de gestão que permitem aos investidores acompanhar muito de perto o que é feito de seus recursos e participar da gestão das companhias. Esse arsenal foi sendo construído na prática, no embate de interesses freqüentemente conflitantes entre financiadores e gestores. A gestão e o controle das companhias estratificaram-se em regras como resposta a questões cruciais. Quem governa as corporações? Como se distribui o poder entre seus diversos órgãos? Como se estrutura o poder? Como os financiadores da corporação podem assegurar-se do retorno de seus investimentos? Esse conjunto de regras passou a ser designado pelo nome de governança corporativa, tradução literal de corporate governance. A expressão originou-se na Inglaterra há pouco mais de seis anos e já tornou corriqueira no mundo dos negócios [Cadernos AAA (Albino Advogados Associados), p. 2].*

gidas legalmente, em outras palavras, listagem de empresas que subordinam-se a regras mais vantajosas aos acionistas minoritários, daquelas determinadas em norma geral<sup>2</sup>. Essas regras, cingem-se a prestação de informações que amenizem a complexidade do acompanhamento e fiscalização dos atos da administração e dos gestores da companhia, através de regras societárias que tragam equidade de direitos, mesmo que entre controladores e investidores, fato este, que consequentemente reduz o risco do investimento, pois esses direitos concedidos aliados a qualidade das informações fornecidas pela companhia atenuam as incertezas na avaliação da companhia. Por decorrência, se o risco é menor, o preço das ações torna-se mais atraente, o que gera a abertura do capital social de diversas companhias, fortalecendo o mercado acionário, beneficiando, assim, a captação de recursos pelas empresas, ao invés de submeterem-se a taxas de juros elevadas perante as instituições financeiras.

A criação deste *Novo Mercado*, com regras diferenciadas, surgiu inicialmente do estudo de especialistas do mercado acionário brasileiro<sup>3</sup>, tendo como objetivo o aprimoramento do mercado acionário, a médio e longo prazos<sup>4</sup>, com a captação da maior quantidade possível de poupança popular, que, frise-se, ao contrário dos países desenvolvidos, não está acostumada a aplicar em ações, ou mesmo, possui certos receios de investir suas economias, através de gestores que muitas vezes sequer conhecem. Em 1997 diversos estudos foram realizados, inclusive o elaborado por Rafael La Porta e outros professores da Universidade de *Harvard*, sob o título de *Legal Determinants of External Finance*, que, ao

2 [...] um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e **disclosure adicionais em relação ao que é exigido pela legislação** (grifo nosso - texto obtido via Internet: [www.novomercadobovespa.com.br](http://www.novomercadobovespa.com.br)).

3 A idéia de criar um mercado com regras de listagem diferenciadas surgiu inicialmente do estudo 'Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro' elaborado pela consultoria MB Associados, do qual participaram o prof. José Roberto Mendonça de Barros, prof. José Alexandre Scheinkman, Dr. Leonardo Cantidiano, entre outros profissionais conceituados. A equipe constatou que, neste momento, o aprimoramento do mercado de capitais é decisivo para que este possa cumprir seu papel de financiador do crescimento econômico. O objetivo do NM é criar um ambiente mais adequado para que as empresas possam, a partir de melhores práticas de governança corporativa e maior transparência de informações, proporcionar maior segurança aos investidores e, consequentemente, reduzir seus custos de captação de recursos (texto obtido via Internet: [www.novomercadobovespa.com.br](http://www.novomercadobovespa.com.br)).

4 Não basta para alterar o preço das ações apesar das reações favoráveis. O anúncio do fortalecimento da governança corporativa não tem por expectativa o aumento imediato de preço, mas a crença na melhoria da performance da empresa a longo prazo. O importante é o médio e longo prazos. A opção do tag along (pelo qual os acionistas com ações preferenciais receberão mesmo que os controladores em caso de venda do banco) reflete o seguinte: acreditamos no nosso taco. Não vamos ser comprados e temos boa performance (Roberto Egydio Setúbal. Os Parlamentares e a Bolsa de Valores. *Revista Bovespa* nº. 83, jul./set. de 2002, p. 7).

analisarem a regulamentação do mercado acionário, concluíram que quanto mais rígido o sistema jurídico em relação a proteção aos direitos dos acionistas, principalmente os minoritários, mais forte torna-se o mercado acionário deste país, haja visto o que está acontecendo com a credibilidade de algumas empresas norte-americanas, chamada pelo presidente do *Federal Reserve* – Alan Greenspan de “ganância infecciosa”<sup>5</sup>. Não podemos esquecer que no Brasil passamos por episódio parecido na década de 70, quando se iniciou entre nós, uma série de “quebras”<sup>6</sup>, em várias instituições financeiras, que abalaram a tranquilidade do mercado financeiro, inclusive, pelo aspecto escandaloso que ocorreu, já que chegou ao conhecimento dos investidores e poupadores, as sérias irregularidades, fato este que causou reflexões a respeito da eficiência do controle e fiscalização – oficiais e privados – em relação a gestão dos administradores, o que para alguns especialistas acarretou com a alteração da lei das sociedades anônimas (lei 6.404/76) e da concomitante criação da Comissão de Valores Mobiliários – lei 6.385/76, que aliás, no decorrer desses anos, tenta reverter aquele quadro pessimista da década de 70, já que sua área de atuação ficou reduzida<sup>7</sup>, e quem sabe com isso melhorar seu desempenho, bem como, através dos proce-

5 Estourou no colo de George W. Bush. A promessa de prosperidade permanente que a internet e a popularização dos computadores trouxeram nos anos 90 se evaporou. Na semana passada, assistia-se nos Estados Unidos a lances do fim de um ciclo econômico dos mais felizes e breves da história do capitalismo. A década de 90, que poderia ser lembrada como o marco zero da 'nova economia', acabou ganhando uma reputação mais bizarra. Os analistas dizem que a atual crise de credibilidade produzida por empresários de companhias como a Enron e a WorldCom, que queriam ser mais espertos do que a própria esperteza, tem muito a ver com o estouro da bolha de euforia, a tal 'exuberância irracional' da década passada. Em menos de trinta meses, o valor das ações das empresas dos EUA perdeu um naco de 7 trilhões de dólares, quase o PIB somado de todos os países da União Européia. Alguns dos ídolos empresariais da década passada, aqueles que dividiam as capas das revistas com Tom Cruise e Gwyneth Paltrow, estão sendo processados ou se encontram presos. 'Os escândalos corporativos, as volatilidades, o pânico nas bolsas, tudo isso deriva de um único fenômeno, o estouro da bolha dos anos 90', disse a VEJA a professora americana Laura D'Andrea Tyson, que dirige a London Business School (Eurípedes Alcântara e Raul Juste Lores. Economia e negócios. *Revista Veja*, 31 de julho de 2002, p. 86).

6 A lista oferecida pelo Banco Central a respeito é bastante significativa: a partir de 1974 com a quebra do Grupo Halles veio evoluindo o processo que atingiu o seu ápice em 1985; assim em 1981 a Corretora Tieppo; em 1982, a Liderança; em 1983, a Coroa Brastel, a Delfin e a Segurança; em 1984, Haspa, Economisa, Real, S.P.I., União Valtec, em 1985, Auxiliar, Sul Brasileiro, Comind, Habitasul, Maisonnave, Brasilinvest e Valorama (Waldírio Bulgarelli. *O Conselho Fiscal nas Companhias Brasileiras*, p. 9).

7 Com isso reduziu-se o âmbito de atuação da Comissão de Valores Mobiliários, fazendo com que outros negócios de participação, com papéis diversos daqueles conceituados como valores mobiliários, se existentes, devam ser submetidos ao Banco Central do Brasil e não à Comissão de Valores Mobiliários. Também não é valor mobiliário o índice de ações. Trata-se de mero objeto de contrato futuro, que pode ser classificado como contrato de hedge, atípico e inominado no direito brasileiro (Fernando A. Albino de Oliveira. *Poder Regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*: tese de doutoramento em Direito Econômico apresentada a Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo em abril de 1989, p. 98).

dimentos administrativos, visando investigar eventual irregularidade na gestão das empresas, e principalmente, nos dias atuais, nos seus balanços, que, frise-se, tem sido o alvo predileto dos administradores, para “maquiar” o desempenho das companhias<sup>8</sup>, sendo, em alguns casos insuficiente para fiscalizar os gestores, as auditorias interna e externa, ou mesmo, o Conselho Fiscal,<sup>9</sup> pois, conforme já noticiava a respeito desta matéria na década de 30 nos Estados Unidos – Adolf A. Berle Jr. e Gardiner C. Means, em sua famosa obra “*The Modern Corporation and Private Property*”, esse mecanismo – Conselho Fiscal -, nada mais é do que fruto da desconfiança dos minoritários em relação aos majoritários, ou aqueles que detêm o poder de controle da companhia.

As primeiras duas empresas a ingressarem no *Novo Mercado*, foram, a CCR RODOVIAS – Companhia de Concessões de Rodoviárias<sup>10</sup> e a SABESP – Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo. Na mesma data da implantação do *Novo Mercado* – dezembro de 2000 -, a Bovespa criou também, os chamados Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, esclarecendo que,

8 Semp Toshiba é investigada pela CVM – A CVM (Comissão de Valores Mobiliários) abriu um inquérito administrativo para apurar a ‘eventual ocorrência de irregularidades relacionadas com a gestão de negócios da Semp Toshiba S.A.’ No alvo estão demonstrações financeiras dos anos de 95 e 96. A atuação da auditoria Ernst & Young, que analisou os resultados da empresa, também é objeto do inquérito, obtido pela Folha. Há dúvidas em relação aos números apresentados nos balanços anuais.[...] A companhia, assim como a auditoria, informam que não se posicionarão sobre assunto. O grupo prefere esperar um parecer da CVM sobre o inquérito administrativo (número 17/2000), ainda sem conclusão. Se considerar que ocorreram falhas, a CVM e a empresa podem fechar um ‘termo de compromisso’, com penalidades para a companhia e a possibilidade de multa. Nos EUA, casos de falhas em balanço têm sido investigados há meses pela SEC, a CVM norte-americana. No último mês, a CVM no Brasil finalizou um inquérito em cima de outra empresa nacional, a CarboMil S.A. Mineração e Indústria. A companhia não apresentou os balanços trimestrais seguindo as regras da CVM e, com isso, teve de assinar um ‘termo de compromisso’ com a comissão (Adriana Mattos. Dinheiro: Empresas – Inquérito apura eventuais irregularidades nos balanços de 95 e 96. Semp Toshiba é investigada pela CVM. *Jornal Folha de São Paulo*, Domingo, 28 de julho de 2002, p. B5).

9 Lei 6.404/76 – arts. 161 e seguintes - mesmo com as recentes alterações sofridas pela lei 10.303/2001.

10 A Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR) inaugurou ontem o Novo Mercado da Bovespa, com o lançamento de 16,963 milhões de ações. A empresa captou cerca de R\$305 milhões na operação, que foi a primeira realizada dentro de normas que, segundo a Bovespa, darão mais segurança para os investidores. ‘É a conclusão de um trabalho de muito tempo’ disse o presidente da CCR, Renato Alves Vale. Os papéis registraram uma queda de 1,27% e terminaram o primeiro dia de vida cotados em R\$17,77. A abertura reuniu também o vice-presidente Marco Maciel e o presidente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Eleazar de Carvalho. O BNDES participou ativamente do lançamento do Novo Mercado, adquirindo R\$ 45 milhões em ações da CCR. Isso corresponde a 15% da oferta total. ‘O Novo Mercado é um divisor de águas para o País’ elogiou Carvalho. Os acertos para o lançamento das ações começou na terça-feira e envolveu mais de 100 investidores privados. Metade das ações foram compradas por instituições estrangeiras, na maior parte de origem européia. Cerca de 2% dos papéis foram comprados por pessoas físicas. As ações emitidas foram vendidas pelo preço mínimo, R\$18,00 (Caderno A: Economia. Novo Mercado da Bovespa tem ações em baixa na estréia. *Jornal da tarde*, Sábado, 02 de fevereiro de 2002, p. 13).

mesmo possuindo fundamentos semelhantes, ... *o Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que almejam abrir o capital, enquanto os Níveis Diferenciados são mais direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA*<sup>11</sup>. Dentre as iniciativas da Bovespa visando a dar maior relevância as obrigações das companhias que aderirem ao Novo Mercado, podemos citar, entre elas, que destacam-se, ainda mais, a identificação diferenciada dos códigos de negociação – NM; difusão diferenciada na Bovespa, seja em painéis no pregão, Boletim Diário de Informações – BDI, MEGA BOLSA; site específico na Internet; ampla divulgação aos investidores estrangeiros e nacionais a respeito da adesão, participação das ações das companhias no Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada-IGC.

Para concluir esta breve introdução, não podemos esquecer, que apesar de todas as vantagens acima elencadas de forma geral e que será melhor detalhada no próximo item deste trabalho -, o *Novo Mercado* não é uma panacéia, já que o desenvolvimento consolidado do mercado acionário brasileiro depende de outras mudanças, ou seja, o Brasil necessita de voltar a crescer em níveis compatíveis acima dos atuais 0,6% e 0,7% ao ano da renda *per capita* do atual governo, bem como, os juros não podem continuar no nível atual dos 18% / 19% ao ano, pois, por mais vantajoso que seja o *Novo Mercado* brasileiro implantado pela Bovespa em dezembro de 2000, sozinho não será capaz de efetivar o crescimento dos ativos no Brasil. Vale a pena frisar, ainda, que este quadro de juros altos, dólar acima dos R\$3,00 - câmbio flutuante, se é especulação ou não somente saberemos daqui algum tempo-, mas o que mais preocupa-nos é o nível de crescimento baixo, claro que isto tudo, não tira o brilho da iniciativa daqueles que estão dispostos a fazer a sua parte, com o objetivo de revitalizar o mercado, e um dos métodos a ser empregado para alcançar isto, no meu entendimento, é privilegiando a transparência, através da melhora gradativa da governança corpo-

11 Texto obtido via Internet: [www.novomercadobovespa.com.br](http://www.novomercadobovespa.com.br).

*O Governo anunciou ontem que o Tesouro Nacional venderá cerca de 115 bilhões de ações do Banco do Brasil, ou 16,3% do capital total da instituição. Com a venda, o banco espera que 25% de suas ações estejam em circulação no mercado. Ao mesmo tempo, todas as ações preferenciais serão convertidas em ordinárias. O objetivo dessas medidas, segundo o ministro da Fazenda, Pedro Malan, é promover a adesão plena do BB ao Novo Mercado, constituído por empresas com regras de transparência e proteção aos acionistas, dentro dos princípios de boa governança* (texto obtido via Internet: [www.novomercadobovespa.com.br](http://www.novomercadobovespa.com.br)).

rativa<sup>12</sup>, seja ela nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa<sup>13</sup> ou no *Novo Mercado* da Bovespa<sup>14</sup>.

## 1 DA ADMISSIBILIDADE NO NOVO MERCADO

A companhia ao aderir ao Novo Mercado, o faz de maneira voluntária, concretizando através da assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores, conselho fiscal e a Bolsa de Valores de São Paulo. Neste instrumento<sup>15</sup>, as partes avençam cumprir rigorosamente as cláusulas contidas no Regulamento de Listagem do *Novo Mercado*. Este contrato torna obrigatório o cumprimento das disposições do Regulamento do *Novo Mercado* e seus respectivos Anexos A, B, C, D, E e F, podendo, inclusive a Bovespa punir eventuais infrações, já que lhe compete também o dever de fiscalizar a companhia listada no *Novo Mercado*, tornando assim, imprescindível a celebração de referido instrumento.

12 *Parece-nos, pois, que as convenções de voto não podem ser tratadas como um negócio sui generis, mas devem submeter-se às normas comuns de validade de todo negócio jurídico privado, em particular no que se refere à causa, enquanto elemento objetivo, e aos motivos dos convenientes. A doutrina comercialista transviou-se, nesse particular, do roteiro seguro dos princípios da teoria geral do direito. Ilícitude da causa, viciando a convenção, haverá por exemplo, no comércio do voto (código penal de 1940, art. 177, par. 2º; código penal de 1969, art. 189, par. 2º), ou na convenção entre acionistas e diretores, enquanto tais, visando à aprovação antecipada de suas contas (código penal de 1940, art. 177, par. 1º, n. VIII; código penal de 1969, art. 190, par. 1º, I, “c”). Por outro lado, ainda que lícita a causa objetiva da convenção (e.g., a nomeação de um representante comum), poderá esta ser anulada se o motivo ou propósito, comum aos pactuantes, for ilícito, como ocorrerá, por exemplo, se todos visarem, com o acordo, ao aproveitamento abusivo do poder de controle em detrimento da minoria (Fábio Konder Comparato. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, p. 194/195).*

13 A BOVESPA define como “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa” um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia. A adesão a estas Práticas distingue a Companhia como Nível 1 ou Nível 2 dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa.

14 *Experiências de Governança Corporativa - On Corporate Governance*. Harvard Business Review; tradução: Afonso Celso Cunha Serra. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

João Bosco Lodi. *Governança Corporativa – O Governo da Empresa e o Conselho de Administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

Hilary Rosenberg. *Mudando de Lado – A luta de Robert A. G. Monks pela Governança Corporativa nos EUA*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

Paulo Fernando Campos Salles de Toledo. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima*. São Paulo: Atlas, 1999.

15 Vide neste trabalho como Anexo: Modelo do Regulamento do Novo Mercado, Anexo A: Modelo de Calendário de Eventos Corporativos, Anexo B: Modelo de Termo de Anuência dos Administradores, Anexo C: Modelo de Termo de Anuência dos Controladores, Anexo D: Modelo de Termo de Anuência dos Membros do Conselho Fiscal, Anexo E: Modelo de Requerimento Para Obter Autorização Para Negociar no *Novo Mercado* e Anexo F: Modelo de Declaração Assinada pelo Diretor de Relações com investidores da companhia.

Não há restrições quanto ao porte ou objetivo social da companhia, ou seja, o compromisso com o *Novo Mercado* é mais a adoção das melhores práticas do que qualquer outra coisa, sendo que, as companhias em que a Bovespa mais dispensa atenção são das que venham a abrir seu capital social e aquelas já listadas que detenham apenas ações ordinárias, ou naquelas companhias que, mesmo detendo ações preferenciais, possam a convertê-las em ordinárias.

Para a companhia que irá abrir seu capital, e portanto, ainda é de capital fechado, somente poderá aderir ao *Novo Mercado* mediante uma distribuição pública, primária, secundária ou combinação de ambas, de pelo menos R\$10.000.000,00 – dez milhões de reais. Em relação as companhias já listadas na Bovespa, que detenham todas as condições do Regulamento do *Novo Mercado* - inclusive, no mínimo quinhentos (500) acionistas e aderir a Câmara de Arbitragem do *Novo Mercado*-, e que pretendam migrar para o *Novo Mercado*, não estarão sujeitas a distribuição pública exigida para as empresas que fechadas que também pretendam aderir, diretamente ao *Novo Mercado*.

Dentre as obrigações que se pode entender mais rígidas – comparadas as disposições da lei 6.404/76, pode-se priorizar, as **societárias** como mais *severas*, usando esta palavra apenas para expressar a nossa língua portuguesa, mas, totalmente alheia ao objetivo que se pretende no *Novo Mercado*, já que não há nada de *severo* em adotar essas regras, pois, o escopo é realmente atender o equilíbrio entre majoritários e minoritários. Rapidamente, descrevemos algumas, para o conhecimento geral, sendo que a primeira já adiantamos acima, ou seja, todas as ações existentes e que venham a ser emitidas, serão exclusivamente ordinárias; o *tag along*<sup>16</sup> será de cem (100) por cento, e portanto, assegurando o mesmo tratamento ao minoritário em caso de venda do poder de controle; no caso de rescisão do contrato do *Novo Mercado* ou fechamento de capital, estará o controlador obrigado a efetivar uma oferta pública visando adquirir as ações em circulação<sup>17</sup>, o Conselho de Administração terá no mínimo cinco

16 Fábio Ulhoa Coelho manifestando-se, recentemente, a respeito do *tag along*, justifica seu ceticismo, com a seguinte conclusão: *Estas companhias (algumas abertas; outras, fechadas), ao tentarem captar recursos, seja no mercado de capitais, seja junto a investidores privados, não conseguiram encontrar investidores que atribuissem valor ao investimento agregado especificamente em razão da outorga do direito ao tratamento equitativo em hipotética futura venda do controle. Há quem só invista se lhe for assegurado o tag along e há quem invista sem atribuir ao tag along nenhuma importância; é raro, porém, encontrar-se alguém disposto a investir mais em razão do tag along. Com isto, justifico o ceticismo que cerca esta minha breve análise da reintrodução da cláusula legal da saída conjunta do direito brasileiro [Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, p. 484].* Fábio Ulhoa Coelho. *O Direito de Saída Conjunta ( 'Tag Along ' )*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

17 A base do valor das ações será objeto de apuração por empresa especializada, selecionada em assembléia geral, a partir de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração, cuja escolha dar-se-á por maioria absoluta de votos das ações em circulação – em outras palavras, não serão computados os votos do contro-



(5) conselheiros, com mandatos unificados de um ano, as assembléias gerais deverão ser convocadas com prazo mínimo de antecedência de quinze (15) dias, aliás, este tópico foi retirado do Regulamento – vigência a partir de 29.05.2002 – pois, com a alteração da lei 10.303/01 – art. 124, parágrafo 1º -, todas as assembléias de companhias abertas, deverão ser convocadas com antecedência mínima de quinze (15) dias, o que assegura maior prazo para verificação mais detalhada da pauta. Até 29 de maio de 2002, era expressamente vedada a emissão e circulação de Partes Beneficiárias, mas, o Regulamento do Novo Mercado foi alterado também neste tópico, permitindo após aquela data – 29.05.02, apenas a emissão, mantendo-se, contudo, a proibição à manutenção de partes beneficiárias em circulação – art.47 da lei 10.303/01; a divulgação de informações pela companhia no *Novo Mercado* é também um dos compromissos de maior importância neste segmento, pois, proporciona ao acionista uma melhor avaliação do valor da companhia, contendo as demonstrações financeiras trimestralmente, além de outras – adicionais, no que se refere as demonstrações financeiras padronizadas (DFP's) e às informações anuais (IAN's), bem como, demais manifestações que sejam consideradas importantes aos acionistas, pois, serão enviadas à Comissão de Valores Mobiliários e à própria Bovespa<sup>18</sup>. Não podemos deixar de esclarecer que a divulgação das informações citadas acima, obedecerão a padrão

---

lador. Portanto, o método adotado é do valor econômico. O valor econômico da ação resulta de uma complexa avaliação, procedida segundo critérios técnicos e realizada por profissionais especializados. O objetivo do cálculo é mensurar o preço que provavelmente um negociador racional pagaria pela ação, caso ela fosse vendida. Ou seja, os procedimentos de mensuração do valor econômico buscam encontrar o número que reflita o negócio vantajoso de compra e venda de determinadas ações. Por isso, sob o ponto de vista dos investidores, a definição do valor econômico é importante na preparação das propostas ou na eliminação das transigências interessantes durante as negociações para aquisição da ação (Fábio Ulhoa Coelho. *Curso de Direito Comercial*, vol. 2, p. 90).

- 18 Nas Informações Trimestrais – ITR's a companhia listada no *Novo Mercado* deverá apresentar: ... demonstrações financeiras consolidadas: - demonstração dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado, abertura da posição acionário de qualquer acionista que detiver mais de cinco (5) por cento do capital total, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física; - a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelo Grupo de Controladores, Grupo dos Membros do Conselho de Administração, Grupo de Diretores e Grupo dos Membros do Conselho Fiscal; - a evolução do item acima em relação aos doze meses anteriores; - a quantidade de ações em circulação e a sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas, por tipo e classe; - revisão especial emitida por Auditor Independente. No que se refere as informações adicionais nas DFP's – Demonstrações Financeiras Padronizadas – ... o regulamento estabelece que a empresa deve incluir nesse documento as demonstrações dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado. Em relação ainda a informações adicionais – temos as relativas IAN's – Informações Anuais, ou seja, além daquelas normalmente de apresentação obrigatória anual, no segmento do Novo Mercado, as companhias devem apresentar os seguintes dados: 'a quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelo Grupo de Controladores, Grupo dos Membros do Conselho de Administração, Grupo dos Diretores e Grupo dos Membros do Conselho Fiscal; - a evolução do item acima em relação aos doze meses anteriores; - a quantidade de ações em circulação e a sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas, por tipo e classe' (texto obtido via Internet: [www.novomercadobovespa.com.br](http://www.novomercadobovespa.com.br)).



internacional, aceitando-se o US GAAP ou IASC GAAP, num prazo máximo de quatro (4) meses após o término do exercício social, e consequentemente, torna límpida a ausência de vinculação entre as datas de entrega das demonstrações financeiras nos dois padrões. Em decorrência da complexidade de referidos padrões, existe um prazo de carência para sua adoção, de aproximadamente dois (2) anos<sup>19</sup>.

Além das informações adicionais supra mencionadas, as companhias listadas no *Novo Mercado* deverão realizar, ao menos, uma reunião pública anual, na qual estarão presentes analistas e todos aqueles que queiram apresentar a situação econômico-financeira, projetos e perspectivas, no objetivo de fomentar uma maior transparência entre a companhia e seus investidores, bem como, deve a companhia divulgar um calendário anual com as principais datas dos eventos mais significativos, visando tornar mais fácil do acompanhamento pelos acionistas. A empresa deverá ainda divulgar aos seus acionistas os termos dos contratos firmados por ela, desde que referidos instrumentos atinjam o valor fixado no Regulamento de Listagem, que, pode variar, dependendo o porte da companhia, sendo que referida divulgação de contratos, visa dar elementos aos acionistas avaliarem se os mesmos estão nos padrões de mercado.

Mas não para aí. As exigências diferenciadas deste segmento chamado de *Novo Mercado*. Todos os acordos de acionistas<sup>20</sup> devem ser remetidos à Bolsa de Valores de São Paulo pela companhia, os quais, serão noticiados ao mercado, o que melhora a comunicação a respeito das regras que regem o vínculo mercado – controladores. Os

19 Com a intenção de aumentar a sua visibilidade, visando especialmente aos investidores estrangeiros, a empresa deve: - elaborar demonstrações financeiras anuais de acordo com padrões internacionais de contabilidade, aceitando-se o US GAAP ou o IASC GAAP. Para o cumprimento desse requisito, em função da sua complexidade, há um prazo de carência de aproximadamente dois anos; - elaborar as demonstrações financeiras trimestrais de acordo com os padrões internacionais ou divulgar as ITR's, no padrão do Novo Mercado, traduzidas para a língua estrangeira.

20 96. Parece-nos, pois, que, mesmo enquanto não temos uma redação nova da lei, cabe aplicar o acordo de acionistas ao conselho de administração, especialmente em relação às funções que não lhe são privativas ex vi legis (Arnold Wald. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, nr. 11. São Paulo, jan./2001, p. 30).

É interessante notar que o Projeto Kapaz-Kandir, de que advém a nova lei, parecia inclinar-se no sentido oposto ao do entendimento recente da jurisprudência: ao admitir no par. 7º do art. 118 que o acordo de acionistas firmado em função de termo ou condição seria passível de denúncia apenas segundo as estipulações nele estabelecidas, não seria de todo arrazoado adotar-se a conclusão de que, a contrário sensu, se não houvesse termo ou condição contratualmente estabelecidos, o acordo de acionistas poderia ser livremente denunciado a qualquer tempo. No entanto, esta disposição terminou não constando da redação final sancionada, de sorte a reforçar o entendimento acima exposto de que não cabe, efetivamente, a denúncia imotivada do acordo celebrado sem prazo determinado (*Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, p. 382).

Paulo Cezar Aragão. *A disciplina do Acordo de Acionistas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

possíveis programas de opções de aquisição de ações destinados aos funcionários ou gestores também deverão ser divulgados<sup>21</sup>.

Como já insistentemente noticiado neste capítulo, mas sempre no intuito de tornar cada vez mais fácil a compreensão, e nunca o de tornar o texto repetitivo, o objetivo fundamental do *Novo Mercado* da Bovespa, que é a transparência, sobressai novamente, no momento em que se exige das empresas listadas, visando amenizar os riscos que estamos presenciando em algumas empresas norte-americanas (p. ex.: Enron, WorldCom.) a divulgação mensal por aqueles que possam ter acesso a informações privilegiadas, as negociações com valores mobiliários de emissão da própria companhia e seus derivativos por parte dos controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal, bem como, devem adotar auto-regulamentação interna, que proíba, em períodos em que haja informações privilegiadas, a negociação de valores mobiliários de emissão da própria companhia e seus derivativos, por parte de seus controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal.

O Regulamento do Novo Mercado exige ainda que a companhia mantenha percentual mínimo de vinte e cinco (25) por cento de ações em circulação<sup>22</sup>, visando com isto, dar credibilidade e liquidez as ações no mercado secundário<sup>23</sup>. Quanto houver distribuições públicas, em que a companhia adote procedimentos especiais de distribuição, o mesmo deverá estar descrito no prospecto de distribuição pública, bem como, garantir-se-á acesso a todos os investidores interessados ou distribuição à pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, dez (10) por cen-

21 No trecho a seguir, Robert Brenner comenta a segunda fase do esvaziamento da bolha no mercado de ações e o superfaturamento de lucros nos EUA .... Folha – O senhor acha que a desregulamentação financeira das últimas duas décadas, contribuiu para a atual crise? Brenner – Sem dúvida, o modelo regulatório fez as coisas piorarem, especialmente ao legitimar óbvios conflitos de interesse. A legislação de 1994, por exemplo, explicitamente desobriga as empresas a contabilizarem como gastos as opções de ações que dão a seus empregados. Isso tem permitido que as empresas inflem seus ganhos – as companhias do S&P500 exageraram seus lucros em 13%, em média, ao deixar de fora as opções de ações. Sozinha a Microsoft conseguiu, com isso, um lucro 23% maior, a Cisco, 67% e a Motorola, 500%. Como consequência disso, os principais executivos das empresas, que eram os principais donos dessas opções, puderam focar seus esforços no aumento do preço das ações, por meio de práticas contábeis duvidosas (Folha de São Paulo, 21 de julho de 2002, B4: Caderno Dinheiro).

22 Ações em circulação são todas as ações de emissão da Companhia, exceto aquelas: (i) de titularidade do Acionista Controlador, seu cônjuge, companheiro(a) e dependentes incluídos na declaração anual do imposto de renda; (ii) em tesouraria; (iii) de titularidade de Controladas e Coligadas da Companhia; (iv) de titularidade de Controladas e Coligadas do Acionista Controlador.

23 O Regulamento do Novo Mercado foi alterado em 29.05.2002 para amenizar a exigência dos 25% de ações em circulação temporariamente, já que em alguns casos os primeiros contatos da companhia com o mercado poderia causar com a exigência mínima de 25% da circulação das ações um perda para a companhia. Assim, poder-se-á, mediante solicitação justificada e formal da companhia ao Superintendente Geral da Bovespa requerer a concessão de um período para o enquadramento do percentual mínimo de ações em circulação – item 3.1.1. do Regulamento.

to do total a ser distribuído, e quando tratar-se de primeira distribuição pública de ações, os controladores e administradores, não poderão negociar com ações de que eram titulares logo após a oferta, pelo período de seis (6) meses – famosa “quarentena” que poderíamos chamar de “cento e oitenta” –, e depois desse período, ficam ainda impedidos de negociar com sessenta (60) por cento dessa posição por mais seis (6) meses.

O *Novo Mercado* tem ainda outras exigências, que estão contidas no seu Regulamento, sendo que no aspecto de distribuições públicas, os prospectos devem trazer o maior número de informações possíveis, já que quanto mais completo for o prospecto, maior será a precisão da análise, sendo essas informações por exemplo, a descrição de fatores de risco, dos negócios, dos processos produtivos e mercados, análise e discussão de sua administração a respeito das demonstrações financeiras, dentre outras.

Para finalizar este tópico, quanto as diferenciações do *Novo Mercado* em relação as listagens convencionais, a questão da rescisão do contrato da companhia listada neste segmento, migrando para o mercado tradicional é determinada no Regulamento, no sentido de fornecer certos procedimentos e mecanismos de compensação pela perda de todos os direitos societários acima citados. A rescisão da companhia do *Novo Mercado* implica na oferta pública de compra das ações que estiverem em circulação, pelo valor econômico, cuja aprovação da decisão de rescisão do contrato de adesão ao *Novo Mercado* deve ter sido aprovada por decisão em assembléia geral, e comunicada a Bolsa de Valores de São Paulo com antecedência mínima de trinta (30) dias.

## 2 DA VALIDADE DA CLÁUSULA OBRIGATÓRIA DE ADERIR A ARBITRAGEM NO NOVO MERCADO

As empresas já listadas em Bolsa e que pretendam migrar para o *Novo Mercado* brasileiro da Bovespa, ou aquelas que almejam sua entrada diretamente neste segmento de mercado acionário, **obrigatoriamente, terão que celebrar um contrato de adesão com a Bolsa de Valores de São Paulo**, com exigências mais rígidas que as atuais disposições contidas na lei societária. Dentre essas, **a Seção XIII deste instrumento – Regulamento de Listagem do Novo Mercado, expressamente determina:**

13.1 Arbitragem. A BOVESPA, a Companhia, o Acionista Controlador, os Administradores e os membros do conselho fiscal da Companhia compromete-

tem-se<sup>24</sup> a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada a este Regulamento de Listagem por meio de arbitragem, nos termos do Regulamento de Arbitragem<sup>25</sup>.

Neste sentido, a Bovespa instituiu uma Câmara Arbitral, com base nos dispositivos da lei 9.307/96, tendo, como finalidade imediata, atuar na composição de conflitos que venham a surgir no *Novo Mercado* e Nível 2 – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, pretendendo, para, no futuro, estender o âmbito de atuação da Câmara de Arbitragem para todos os demais segmentos.

Dentre as matérias relativas à esfera da Câmara Arbitral, estão as da lei das sociedades anônimas, dos estatutos sociais das companhias, das normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, dos próprios regulamentos da Bovespa, incluindo nestes, o próprio Regulamento do Novo Mercado, do Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e dos contratos correspondentes, e demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado acionário.

Não resta dúvidas que a Bovespa ao instituir a Câmara Arbitral visa proporcionar as companhias listadas no *Novo Mercado* agilidade<sup>26</sup>, economia, menos formalismo das discussões das matérias acima referidas, de sua competência, e acima de tudo, disponibiliza árbitros especializados neste segmento, sob pena de “dar um tiro no próprio pé”. Contudo, *data vênia* àqueles que pensam o contrário, referido procedimento – exigência da adesão a arbitragem - criou no meu modo de ver, uma celeuma, que justificarei no decorrer deste trabalho.

Indaga-se então: A Bovespa ao exigir a assinatura da companhia, acionista controlador, administradores e os membros do conselho fiscal no contrato de adesão ao *Novo Mercado*, comprometendo-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ao Regulamento de Listagem do Novo Mercado por meio de arbitragem, nos termos do Regulamento de Arbitragem, não estará essa exigência, derivada de uma eventual decisão de órgão criado por essa mesma determinação,

24 *Compromisso é o acto jurídico pelo qual as partes em vez de recorrerem ao Poder Judiciário, escolhem juizes árbitros, para decidirem suas questões. É instituto que se aproxima da transação, a cujos princípios se submete, embora dela se distinga sob pontos de vista essenciais. Seu fim é também extinguir obrigações, o que se obtém pela sentença arbitral* (Clovis Beviláqua. *Código Civil Comentado*, p. 194).

25 Regulamento de Listagem do Novo Mercado brasileiro da Bovespa, p. 25.

26 *A princípio, não existe prazo uniforme para a conclusão da arbitragem, que poderá variar conforme a complexidade da matéria e as provas a serem produzidas. Os árbitros, no início da arbitragem, fixam um prazo estimado para a conclusão do procedimento. Estimamos o prazo médio para a conclusão de arbitragem ordinária, sem incidentes, em 2 meses* (texto obtido via Internet: [www.novomercadobovespa.com.br](http://www.novomercadobovespa.com.br)).

que irá apreciar uma determinação que obriga a análise deste órgão e assim sucessivamente – tornando-se um círculo vicioso - *mordendo o próprio rabo*? Em outras palavras, a Bovespa exige na adesão ao *Novo Mercado* o comprometimento com a Câmara Arbitral que apreciará as questões do próprio regulamento, que determina a obrigatoriedade da adesão à essa câmara de arbitragem. Assim, se for declarada nula a exigência do comprometimento da cláusula arbitral, *cai por terra* toda apreciação desta, levando, conseqüentemente, as eventuais discussões, à análise do Poder Judiciário, que, aliás, será matéria de item próprio deste trabalho.

Essa exigência é legal? Está realmente obrigada a companhia que aderiu ao *Novo Mercado* a submeter-se a Câmara Arbitral? Enquadram-se, neste caso, companhia, acionista controlador, administradores e os membros do conselho fiscal e a Bovespa, diante dos princípios da autonomia<sup>27</sup> e da heteronomia da vontade nos negócios jurídicos? Assim, como o próprio nome estabelece a liberdade de contratar consiste na faculdade concebida aos indivíduos de criar entre si, guiados por sua própria razão, avenças destinadas a regular os seus interesses recíprocos. A margem da liberdade de contratar, temos a de escolher o outro contratante. Contudo, quaisquer destas liberdades de escolha é restrita à obrigatoriedade do (a) agente ser capaz, (b) inexistência de óbice legal quanto a um dos sujeitos da relação, (c) ser o objeto lícito e possível, (d) forma prescrita e não defesa em lei, (e) consentimento válido – livre dos vícios do consentimento (erro, dolo e coação) e dos vícios sociais (simulação ou fraude), (f) norteando-se aos princípios da boa-fé e dos bons costumes e, por último, a jurisprudência e a doutrina também caminham no sentido de admitir, entre os princípios contratuais, o da (g) justiça comutativa.

Poder-se-ia resumir, singelamente, a resposta a seguinte concepção - sendo o contrato produto de manifestação da liberdade, não importam os motivos que conduziram a companhia a tal manifestação – contrato de adesão ao *Novo Mercado*, o que prevalecerá será o *pacta sunt servanda*. Em outras palavras, constitui, o instituto da arbitragem, no plano dos direitos subjetivos, o poder de auto-regulamentação

27 A esfera da liberdade de que o agente dispõe no âmbito do direito privado chama-se autonomia, direito de reger-se por suas próprias leis. Autonomia da vontade é, portanto, o princípio do direito privado pelo qual o agente tem a possibilidade de praticar um ato jurídico, determinando-lhe o conteúdo, a forma e os efeitos. Seu campo de aplicação é, por excelência, o direito obrigacional, aquele em que o agente pode dispor como lhe aprouver, salvo disposição cogente em contrário. E quando nos referirmos especificamente ao poder que o particular tem de estabelecer regras jurídicas de seu próprio comportamento, dizemos em vez de autonomia da vontade, autonomia privada. Autonomia da vontade, como manifestação da liberdade individual no campo do direito, psicológica; autonomia privada, poder de criar, nos limites da lei, normas jurídicas (Francisco dos Santos Amaral Neto. A autonomia privada como princípio fundamental da ordem jurídica: Perspectiva estrutural e funcional apud Selma M. Ferreira Lemes. *Aspectos fundamentais da lei da arbitragem*, Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 78).

ou autodisciplina dos interesses patrimoniais, enquanto que no campo sociológico a razão do instituto é a de conceder melhor distribuição de justiça em decorrência da celeridade, presteza e conteúdo técnico que a decisão arbitral pode proporcionar àqueles que a ela submeteram-se amigavelmente.

Ora, se o juízo arbitral é resultante da renúncia a direito essencial do contratante, que não se transmite por sucessão ou cessão à pessoa do sucessor ou cessionário – pacto personalíssimo declarado formalmente –, tornar-se-ia então inquestionável? Essa característica de obrigatoriedade de sentença arbitral, de natureza eminentemente privada, é que lhe confere função específica do Poder Judiciário<sup>28</sup> e não contratual, já que, mesmo calcada em cláusula compromissória ou compromisso arbitral, parece-nos, transcender em seus efeitos a noção simplista da obrigatoriedade dos contratos privados.

Parece-nos então, desse ponto de vista, que a arbitragem não é um juízo de exceção, já que sedimentado em procedimentos legais que contempla e disciplina, como substitutivo da jurisdição estatal, também é jurisdição contenciosa, e consequentemente, transcende à vontade dos contratantes. Modesto Carvalhosa manifestando-se a respeito da matéria, entende que, [...] *trata-se, portanto, o juízo arbitral de um serviço público e como tal institucional, embora não possam os árbitros ser equiparados aos agentes públicos no exercício de seu mister de julgar*<sup>29</sup>.

Mesmo não querendo dar elevada ênfase a arbitragem, já que este trabalho não tem o condão de esmiuçá-la, e sim, o *Novo Mercado* da Bolsa de Valores de São Paulo, não posso deixar de mencionar, visando, sempre, dar suporte para a minha opinião –, e decorridos aproximadamente seis anos da promulgação da lei 9.307/96, a arbitragem deixou de ser um instituto programático e ineficaz no últimos tempos, exceção, é claro, após a lei 9.307/96, para tornar-se uma maneira célere e adequada de solução de conflitos. Operou-se na nossa sociedade e no nosso direito, como uma verdadeira revolução cultural, que mesmo conhecida há muito tempo<sup>30</sup>, não era uti-

28 O direito apenas põe à disposição da sociedade a forma adequada de comunicação para o tratamento não violento dos conflitos. Ridículo imaginar que a teoria dos sistemas ignore o potencial conflitivo das sociedades complexas ou veja no sistema jurídico uma técnica de eliminação dos conflitos. A função do direito é aquela de reconhecer os conflitos e, quando pode produzir conflitos e empenhar sua própria complexidade para tentar resolvê-los (Celso Fernandes Campilongo. *Política, Sistema Jurídico e Decisão Judicial*, p. 129).

29 A reforma da Lei das Sociedades Anônimas, p. 323.

Modesto Carvalhosa. *Cláusula Compromissória Estatutária e Juízo Arbitral* (parágrafo 3º do artigo 109). Rio de Janeiro: Forense, 2002.

30 Em que pesem as surpresas, o Brasil detém certa tradição em submeter seus conflitos à solução arbitral. Ao menos no século XIX e nas primeiras décadas do século seguinte, o País não se furtou a firmar tratados que dispunham sobre a arbitragem. Não bastasse, agregou prestígio com as atuações de importantes figuras nacionais como árbitros em questões de relevo internacional. Nesse sentido podemos atestar as brilhantes participações como

lizada nos negócios comerciais em nosso país, em outras palavras, as questões discutidas em sede de juízo arbitral eram praticamente na esfera internacional, fosse ela em questões ligadas a aspectos de fronteiras ou relativas a contratos internacionais – área de direito público<sup>31</sup>. O que deu ênfase a arbitragem nesses últimos anos, foi a globalização e a abertura dos mercados, claro que, a morosidade do nosso Poder Judiciário e o alto custo das demandas para as companhias também contribuíram, aliado ao bom texto legislativo, declarado constitucional recentemente pelo Supremo Tribunal Federal, facilitaram a aceitação deste instituto no nosso ordenamento jurídico, o que, em poucos anos, desencadeou a prática da arbitragem – nacional e internacional –, nos mais diversos campos, passando os contratos comerciais de grande repercussão, a sofrerem a inserção da cláusula compromissória<sup>32</sup>.

A validade da instalação de procedimento arbitral perante órgão colegiado eleito pelas partes através de cláusula compromissória completa<sup>33</sup>, e de acordo com a *mens legislatoris*, afasta a existência de quaisquer dúvidas quanto à plena eficácia e

---

*árbitros do Barão de Arinos, do Conselheiro Lafayette e do Barão de Aguiar d'Andrada, nas respectivas reclamações mútuas franco-americanas por danos causados às partes por autoridades civis e militares dos respectivos litigantes, durante a guerra da secessão, a expedição ao México, a comuna e a guerra franco-prussiana de 1870 e nas reclamações da França, Alemanha, Grã-Bretanha, Itália e outros contra o Chile, por prejuízos sofridos por nacionais dos países reclamantes, como consequência de operações da guerra da Bolívia e Peru* (Pedro A. Batista Martins. O Poder Judiciário e a Arbitragem. Quatro Anos da Lei 9.307/76. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* nº 12, p. 319).

31 *Basta lembrar que a jurisprudência nacional na matéria se concentrava nas ações de nulidade, anulatórias e rescisórias e que, ainda há cerca de vinte anos, a própria Ordem dos Advogados do Brasil suscitava dúvidas quanto à legalidade da solução de conflitos internacionais entre o Brasil e os seus credores pela via arbitral, matéria que acabou dando margem a uma ação popular julgada improcedente* (Arnold Wald. *Novos Rumos para a Arbitragem no Brasil*. *Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem* nº 14, p. 341).

32 *Podemos atribuir o sucesso que alcançou a nova modalidade de dirimir os conflitos a três providenciais do legislador, que são o reconhecimento da validade da cláusula compromissória, a sua execução específica e a dispensa de homologação judicial do julgamento arbitral. Por outro lado, limitando a sua atuação às medidas cautelares, ao processo de instauração de arbitragem em determinados casos à homologação das sentenças arbitrais estrangeiras. Embora ainda esteja faltando uma cultura de arbitragem sedimentada pelo tempo, a atuação do legislador e posteriormente do Poder Judiciário e das entidades especializadas no julgamento arbitral permitiram que, em cinco anos, o instituto, que é novo para o país, se impusesse tanto na prática como na doutrina* (Arnold Wald. *Novos Rumos para a Arbitragem no Brasil*. *Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem* nº 14, p. 342).

33 *Pois bem, somente às cláusulas compromissórias completas foi reconhecida, em nosso ordenamento jurídico, a produção de efeitos positivos em sua modalidade dita auto-suficiência. É auto-suficiente a convenção de arbitragem capaz de conduzir à instauração de da instância arbitral sem que haja necessidade de conclusão de compromisso posterior ou de intervenção do Poder Judiciário. A cláusula compromissória em branco não é auto-suficiente, pois não permite a instauração da instância arbitral sem a posterior conclusão de um compromisso arbitral, que poderá ser amigável, hipótese em que se dispensa a participação estatal. Por outro lado, se as partes não chegam a um consenso quanto a modalidade de escolha e nomeação dos árbitros, resta configurado o interesse de agir necessário para se intentar ação de instauração de juízo arbitral, a que se refere os arts. 6º e 7º, da Lei*



à possibilidade de execução específica das cláusulas compromissórias<sup>34</sup>. Isto decorre do fato de que os autores dos anteprojeto da Lei de Arbitragem, aprovado pelo Congresso Nacional, frise-se, sem nenhuma emenda, foi redigido pelos juristas, Carlos Alberto Carmona, Pedro Batista Martins e Selma Lemes, todos unânimes no entendimento de que é auto-suficiente a cláusula compromissória<sup>35</sup>.

Podemos ainda, levar este entendimento, por analogia, aos casos do parágrafo 3º, do artigo 109<sup>36</sup> da nova redação dada a lei 6.404/76 pela 10.303 de DOU de 01.11.2001, já que, não há presunção de renúncia de direito essencial do acionista, pois, a natureza é a da cláusula compromissória determinada no estatuto social, não podendo falar-se que o acionista haja anuído com a cláusula compromissória tacitamente, simplesmente por estar ela constante do estatuto social, dito de outro modo, não há implícita renúncia a direito essencial previsto no diploma legal, não podendo desta maneira a sociedade ou os acionistas majoritários obrigarem ao acionista que involuntária e expressamente outorgue anuência, em documento escrito e preenchido dentro dos requisitos de lei. Nesse diapasão, poderíamos entender então, pelo outro lado, ou seja, se a companhia, acionista controlador, administradores e os membros do conselho fiscal e a Bovespa assinaram o contrato de adesão ao *Novo Mercado* brasileiro, não haveria de se falar em invalidade de referida cláusula compromissória.

Nos dois itens anteriores deste trabalho, que descrevem o *Novo Mercado* da Bolsa de Valores de São Paulo, referidas exigências, mais severas do que as que a lei 6.404/76 impõe, é que acarreta, realmente, este *divisor de águas*, em outras palavras,

---

da Arbitragem (Cláudio Valença Filho. Os efeitos da Convenção da Arbitragem em face da Constituição Federal. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* nº. 15, p. 384).

34 Carlos Alberto Carmona, que foi um dos membros da Comissão relatora da lei de arbitragem, comenta como tendo sido uma das tormentosas questões prévias discutidas pela Comissão abolir ou não a distinção entre a cláusula compromissória, inserida nos contratos para prever a arbitragem das controvérsias deles originárias, do compromisso arbitral, termo a ser firmado após a eclosão da controvérsia e que tem por finalidade registrar a escolha dos árbitros e fixar o objeto preciso do litígio, o que, anteriormente à sua ocorrência não podia ser fixado (e a que os árbitros estarão vinculados). A Comissão relatora da lei, embora tenha tratado a cláusula e o compromisso como espécies do gênero convenção arbitral, manteve a subdivisão entre os institutos, diferentemente, por exemplo, do que se fez na Espanha, em que ambos os institutos têm definição e tratamento único (Jose Maria Rossani Garcez. Constitucionalidade da Lei 9.307/96. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* nº. 10, p. 356/357).

35 Carlos Alberto Carmona, Pedro Batista Martins e Selma Lemes integraram a comissão encarregada de elaborar o texto da lei. Sobre a *mens legislatoris*: Carlos Alberto Carmona. A arbitragem no Brasil: em busca de uma nova lei. *Revista de Processo* n. 72, São Paulo, 1993, p. 53.

Pedro Batista Martins. Anotações sobre a arbitragem no Brasil e o Projeto de Lei 72/98. São Paulo: Revista Forense, v. 332, 1993, p. 159.

36 Par. 3º - art. 109: O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.

são essas as diferenças que atraem aquelas companhias que realmente queiram sujeitar-se a regras mais rígidas, no objetivo de captar recursos de maneira diferenciada, com as vantagens que somente o mercado acionário proporciona, ou afugentam aquelas que não querem submeterem-se a *Governance Corporate*.

Assim, não haveria, *prima facie*, coação, imposição ou simulação por parte do Bovespa ao instituir a arbitragem como procedimento de ... *resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada a este Regulamento de Listagem por meio de arbitragem, nos termos do Regulamento de Arbitragem*<sup>37</sup>, já que, não está a Bovespa impondo que todas as soluções entre acionistas e sociedade ou companhia sejam dirimidas pela arbitragem, o que, poderia ser legal, se expressa e contratualmente fosse celebrada na forma do artigo 109, parágrafo 3º da lei 6.404/76, mas, o que se está em discussão aqui, é bem mais singelo, ou seja, a imposição pela Bovespa de que os conflitos entre ela, a companhia, acionista controlador, administradores e os membros do conselho fiscal, sejam dirimidos pela arbitragem, já que, expressamente facultada a sua assinatura ou não ao documento.

A Bovespa não impõe, até porque não poderia, que todas as empresas de capital aberto brasileira, para negociar seus títulos mobiliários em suas dependências assinem o contrato de adesão ao *Novo Mercado*, e sim, o faz, quem tem interesse, por motivos particulares, e estão enquadradas nas condições previamente estabelecidas.

Poder-se-ia resumir, singelamente, então a concepção de que, sendo o contrato produto de manifestação da liberdade, não importam os motivos que conduziram a companhia a tal manifestação – contrato de adesão ao *Novo Mercado*, o que prevalecerá será o ***pacta sunt servanda***. Aliás, da *sentença arbitral* pela Câmara de Arbitragem da Bolsa de Valores de São Paulo, pelo seu regulamento, não será passível de recurso ao Judiciário ou da Comissão de Valores Mobiliários. (vide abordagem mais detalhada no próximo tópico deste trabalho).

Contudo, o **princípio da justiça comutativa**, ao aceitar a revisão dos contratos de prestação continuada, e havendo fato superveniente imprevisível que altere a relação, acarretando o desequilíbrio contratual, aplicar-se-á, segundo alguns doutrinadores e recentes decisões de nossos tribunais – a teoria da imprevisão – regra da ***rebus sic stantibus*** – *contractus qui habent tractum sucessivum et dependentium de futuro rebus sic stantibus intelliguntur*, e portanto, em detrimento do ***pacta sunt servanda***.

Neste diapasão, pode-se imaginar a intervenção do Estado no contrato, não só mediante a aplicação de normas de ordem pública, mas também através de revisão

37 Item 13.1. do Regulamento de Listagem do Novo Mercado brasileiro da Bovespa, p. 25.

judicial dos contratos, modificando-os, e estabelecendo-lhes condições diversas das pactuadas, ou até mesmo exonerando a parte lesada, dependendo das circunstâncias.

Essas modificações ou mesmo exonerações contratuais, fundam-se em princípios de supremacia do interesse coletivo ou da boa-fé, no amparo ao hipossuficiente, fazendo com que a vontade estatal possa substituir a vontade dos contratantes, valendo a sentença como se fosse declaração volitiva do interessado<sup>38</sup>. R. Limongi França<sup>39</sup>, afirma que o Poder Judiciário tem o direito e o dever de interferir no contrato, independentemente de lei, tendo em vista a consecução dos fins do negócio, visando o bem da sociedade, calcando-se nos arts. 4º e 5º da Lei de Introdução ao Código Civil – LICC<sup>40</sup>.

Portanto, no caso em análise, caso a companhia, no futuro, mesmo tendo anuído expressamente ao contrato de adesão ao *Novo Mercado*, não aceite as regras impostas pela Bovespa, terá que tentar discutir administrativamente – perante a C.V.M, ou judicialmente – frise-se que o regulamento do *Novo Mercado* veda a discussão perante a C.V.M. ou no judiciário<sup>41</sup>, alegando em ambos os casos o princípio da boa-fé e a teoria da imprevisão – *rebus sic stantibus*, enquanto que a Bovespa, no meu ponto de vista, irá enfatizar sua alegações *no pacta sunt servanda*. Não se trata, em princípio, a teoria da imprevisão, de *brincar de contratar*, ou seja, assino o contrato e depois se vier a me arrepender, alego a *rebus sic stantibus* e pronto, levo a apreciação ao Judiciário, com alguns podem até pensar.

Não é bem assim, a doutrina moderna está caminhando também para a justiça comutativa, que, preceitua, por meio de cláusulas gerais, principalmente a da boa-fé – princípio também do contrato – é que a aplicação do direito retoma a realidade social, e consequentemente poderá o juiz desempenhar sua atividade mediadora<sup>42</sup>.

38 Maria Helena Diniz. *Curso de direito civil brasileiro: Teoria das obrigações contratuais e extracontratuais*, vol. 3, p. 32/33.

39 R. Limongi França. *Instituições de direito civil*, p. 703/731.

40 Art. 4º: Quando a lei for omissa, o juiz decidirá o caso de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais do direito.

Art. 5º: Na aplicação da lei, o Juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum.

41 No regulamento da Câmara Arbitral da Bovespa não há previsão de recurso para a Comissão de Valores Mobiliários, nem judicialmente de decisão proferida no juízo arbitral. Ainda, a respeito da Comissão de Valores Mobiliários, vale a pena citar o recente Convênio firmado em 05 de julho de 2002, entre ela e o Banco Central do Brasil, que dentre outras determinações, fixa a V - a cooperação entre a CVM e o Bacen pressupõe permanente intercâmbio de informações, bem assim recíproca e prévia manifestação a respeito de normas que tenham reflexos: a) na condução das políticas monetária, cambial e creditícia ou na atuação das instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional; e, b) no mercado de valores mobiliários e nas atividades desempenhadas pelas instituições que compõem o sistema de distribuição de valores mobiliários (vide convênio na íntegra, doc. anexo).

42 São modelos abertos, dotados de uma virtualidade de adaptação muito maior que a dos contratos fechados predominantes no ordenamento jurídico. Comuns no sistema de common law (de que o juízo de equity é um

Pergunta-se então, se esse contrato estaria submetido ao crivo da Comissão de Valores Mobiliários e, portanto, ao Banco Central do Brasil, ou se, aplicando-se a teoria da imprevisão, poder-se-ia falar em aplicar o Código de Defesa do Consumidor – lei. 8.078/90 – em favor da companhia, já que, ao aderir ao *Novo Mercado* e portanto, a Bolsa de Valores de São Paulo, efetiva pagamento à ela, para beneficiar-se desta prestação de serviços, e sendo prestação de serviços enquadra-se na lei 8.078/90 – CDC? E mais, poder-se-ia, facilitar, ainda mais a defesa da companhia e requerer a inversão do ônus da prova – artigo 6º, VIII do C.D.C.<sup>43</sup> O Supremo Tribunal Federal na Adin 2591 – movida pela Confederação Nacional do Sistema Financeiro – CONSIF<sup>44</sup>, tendo como “Dispositivo Legal Questionado”, Art. 003º, par. 002º, da Lei 8078, de 11 de setembro de 1990, na expressão “inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária”; Lei nr. 8079, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a Proteção do Consumidor e dá outras providências. Art. 003º – Fornecedor é toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, que desenvolvem atividades de produção, montagem, criação construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços [...] par. 2º Serviço é qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter

---

*dos pilares), propiciaram ao sistema romano-germânico uma atualização permanente do direito posto, sobretudo nos países onde a construção jurisprudencial tem acompanhado a evolução social. Como cláusula geral, a boa-fé não é princípio dedutivo, nem argumentação dialética, passageira ou conjuntural: é medida diretiva, por força de lei, para pesquisa da norma de decisão, da regra a aplicar no caso concreto, com hipótese normativa pré-constituída, que é o art. 5º da Lei de Introdução do Código Civil, com a mediação concretizadora do intérprete-julgador. Pode-se dizer que a cláusula geral da boa-fé é também uma forma de heteronomia da vontade de fonte jurisprudencial, porque impõe os valores sociais, os quais, embora tenham suporte na nossa Lei de Introdução ao Código Civil, podem até mesmo prescindir, por definição, da regra impositiva para serem aplicados. Ultrapassando vicissitudes históricas variadas, criticada por sua ductilidade, negada por muitos, o princípio da boa-fé sempre ‘renasceu das cinzas’, cumprindo seu papel renovador e estabilizador das relações jurídicas, com base na defesa e preponderância do que é social (José Lourenço. Autonomia e da heteronomia da vontade dos negócios jurídicos, p. 181).*

43 Artigo 6º, VIII do CDC – Art. 6º: São direitos básicos do consumidor: VIII – a facilitação da defesa de seus direitos, inclusive com a inversão do ônus da prova, a seu favor, no processo civil, quando, a critério do juiz, for verossímil a alegação ou quando for ele hipossuficiente, segundo as regras ordinárias de experiências.

44 Decisão da liminar: Após o voto do Senhor Ministro Carlos Velloso, Relator, emprestando ao parágrafo 2º do artigo 3º da Lei 8078, de 11 de setembro de 1990, interpretação a Carta da República, para excluir da incidência da taxa de juros reais nas operações bancárias, ou a sua fixação em 12% (doze por cento) ao ano, e do voto do Senhor Ministro Néri da Silveira, julgando improcedente o pedido formulado na inicial, solicitou vista o Senhor Ministro Nelson Jobim. Falaram pela Confederação Nacional do Sistema Financeiro – CONSIF, o professor Ives Gandra da Silva Martins, e, pela Advocacia-Geral da União, o Dr. Walter Carmo Barletta. Presidência do Senhor Ministro Marco Aurélio – Plenário, 17.04.2002 (texto obtido via Internet: [www.stf.gov.br/Juris...](http://www.stf.gov.br/Juris...)).

trabalhista, **ainda não decidiu o mérito da questão**, mas, no requerimento final da petição inicial, a CONSIF, pleiteia, em resumo:

[...] a apreciação definitiva do mérito, julgando-se procedente a ação para declarar, com eficácia 'ex tunc', a inconstitucionalidade da expressão 'inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária', constante do art. 3º, parº. 2º, da Lei nr. 8078/90, em face da afronta aos comandos do art. 192, caput, II e IV, da Constituição da República, e, ainda, ao princípio do devido processo legal em sentido substantivo, consagrado no art. 5º, LIV, da Constituição Federal<sup>45</sup>.

Neste sentido, se o contrato celebrado entre a Bolsa de Valores de São Paulo e a companhia listada no *Novo Mercado* está enquadrado no sistema financeiro nacional<sup>46</sup>, e a Adin 2591 vier a ser julgada procedente, além do entendimento dos subscritores da peça inicial, os juristas, Arnold Wald, Ives Gandra da Silva Martins e Luiz Carlos Bettiol, teremos uma decisão do Supremo Tribunal Federal que afastará a aplicação do Código de Defesa do Consumidor para a questão sob análise – e será então, competente para dirimir quaisquer questões relativas ao contrato assinado pela companhia, acionista controlador, administradores e os membros do conselho fiscal e a Bovespa, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – administrativamente

45 No preâmbulo da petição inicial da Adin 2591 – alega: 'Ação Direta de Inconstitucionalidade. Texto inconstitucional: inclusive as de natureza bancária, financeira de crédito e securitária', expressão constante do par. 2º do art. 3º da Lei no. 8078, de 11 de setembro de 1990, lei ordinária, por lesar o comando constitucional do art. 192 da Constituição Federal, reservou à lei complementar a regulação do Sistema Financeiro Nacional, que abrange aquelas atividades. Contrariedade ao que ficou decidido pelo Supremo Tribunal Federal na Adin no. 4, determinando, para essas hipóteses, a observância da legislação anterior à Constituição de 1988, recebida como complementar, até o advento da lei reguladora do Sistema Financeiro Nacional, que, por sua vez, deverá dar tratamento global à matéria através de uma única lei especial, com observância de todas as normas do caput, dos incisos e dos parágrafos do art. 192 CF (Tribunal Pleno: RTJ 147/19-858). A Lei 8078/90 é inconstitucional ao criar novos e maiores encargos e obrigações e ao imputar mais responsabilidades às instituições financeiras, sendo lei ordinária, quando a Constituição Federal exige, textualmente, lei complementar. A expressão impugnada viola o princípio da razoabilidade, sede material do devido processo legal (art. 5º, LIV, da Constituição Federal), já que se manifesta como meio legislativo inadequado para regular tal matéria por não observar as peculiaridades das atividades desenvolvidas pelas instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional a justificar a impossibilidade de se equipará-las às atividades de consumo. Pedido de suspensão liminar fundado em razões de judiciário de primeiro grau e prestigiado pelos tribunais, inclusive recentemente, pelo Superior Tribunal de Justiça, contrariando o entendimento do Supremo Tribunal Federal na Adin no. 4 e em outras decisões (texto obtido via Internet: www.stf.gov.br).

46 Lei 4595/64: Art. 1º: O Sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído: .... V – das demais instituições financeiras públicas e privadas. Par. 1º do art. 18 – **Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta Lei no que for aplicável as bolsas de valores, ....** (grifo nosso).

ou o Poder Judiciário. Por outro lado, se a Adin 2591 da CONSIF vier a ser julgada improcedente, teremos além da interpretação de vários doutrinadores da teoria da imprevisão e da *rebus sic stantibus*, mais este *leader case* para sustentar, o posicionamento, para possível submissão do Código de Defesa do Consumidor, mesmo estando, as Bolsas vinculadas a Comissão de Valores Mobiliários.

Contudo, se adotarmos o entendimento de que referido contrato celebrado entre a companhia, acionista controlador, administradores, conselho fiscal e a Bovespa não está subordinado ao sistema financeiro, então, estará a companhia enquadrada no artigo 2º do Código de Defesa do Consumidor, pois ao ter que pagar uma taxa anual que é rateada entre a Bolsa de Valores que concedeu o registro original e as demais Bolsas de Valores, para ter seus títulos e valores mobiliários negociados<sup>47</sup>, caracteriza a condição de *consumidora* e a Bovespa de *fornecedora*, pois, a companhia estará recebendo prestação de serviços da Bovespa e será destinatária final, pois é ela mesma que auferir as vantagens de referida prestação de serviços, no momento em que tem todas as garantias das operações que a Bolsa lhe oferece.

Para finalizar este tópico, vale a pena ressaltar, que não existe nenhum impedimento legal, de se prever uma forma recursal da decisão proferida em sede de juízo arbitral, mesmo em princípio parecer-nos um tanto atípico, digo isto pois o artigo 18 da Lei 9.307/90 que prevê que as sentenças arbitrais não estão sujeitas a recurso, não é taxativo em afirmar que as partes estabelecendo o contrário, ou seja, que deva ser entendido como total impossibilidade do exercício de recorrer, primeiro porque o que baseia todo o processo arbitral é a vontade das partes, e segundo que o que é vedado expressamente pela lei é a necessidade de recurso e a homologação pelo Poder Judiciário. Em outras palavras, afronta a lei a exigência de duplo grau de jurisdição arbitral, mas nunca a sua eleição ou escolha amigável pelas partes.

### 3 DO QUESTIONAMENTO JUDICIAL DA DECISÃO DESFAVORÁVEL DA CÂMARA DE ARBITRAGEM NO NOVO MERCADO

A justiça do século XXI está voltando-se também para a chamada democratização social, maior participação dos indivíduos e das associações de interesse na determinação de decisões legais, políticas e administrativas, em suma, em busca da cidadania democrática. Esses fatos acarretam a contraposição ao Estado absoluto do

47 Luiz Eduardo Martins Ferreira. As Bolsas de Valores do Brasil. *Revista de Direito Mercantil*, vol. 86, 1992, p. 54.

século XIX, para o intervencionista<sup>48</sup>. Após essa intervenção estatal, evoluímos para a participação de grupos de cidadãos, visando causas comuns de valorização do ser humano, deixando o Estado de ser o único mecanismo de manifestação social, alterando-se para agente de supervisão das atuações da coletividade. Podemos dizer até, que passamos nesse início de século XXI, a terceira geração do direito, que mesmo evoluindo a passos curtos, proporcionará uma inquestionável evolução do direito, principalmente nas relações comunitárias. Para Pedro A. Batista Martins<sup>49</sup>:

Tal alargamento do escopo desse legado natural encontra eco na contemporânea conceituação de *due process of law*<sup>50</sup>, não mais analisado, unicamente, sob o ponto de vista processual; agora, é regra constitucional de salvaguarda do direito material, que visa a tutela dos direitos e garantias fundamentais do ser humano<sup>51</sup>

48 *Tal estado de coisas forçou o Estado a abandonar de passividade em que se colocava para, com muita timidez, inicialmente desempenhar um papel de mera correção das distorções que comprometiam o regime – deixava de ser ele então, às escâncaras, como assevera Miguel Reale, um simples árbitro das competições econômicas, destinado a garantir aos vencedores os frutos de uma luta social desigual. São marcantes os momentos que expressam essa mudança de atitude: inicialmente, sob motivação de ordem ética, surgem, na França, em 1810, a lei sobre estabelecimentos incômodos, insalubres e perigosos; na Inglaterra, em 1819, a regulamentação sobre emprego de crianças na indústria algodoeira; ainda na França, em 1814, a lei sobre trabalho infantil; posteriormente, já então sob a motivação de preservação do abastecimento de gêneros alimentícios, nos Estados Unidos, as 'granger laws', que deram origem ao caso Munn x Illinois, em 1877, na Corte Suprema Americana. Em seguida, embora ainda episodicamente, sobrevêm, em 1889, a lei antitruste canadense e, no ano seguinte, a lei Sherman. O despotismo econômico, expresso no aparecimento de unidades econômicas que assumem uma destacada posição nos mercados, capaz de permitir-lhes a sua 'regulamentação', em benefício próprio, levou o Estado a tornar mais evidente a sua intervenção no processo econômico, objetivando, através da organização deles, a preservação do ideal de livre concorrência. Após isso, sobrevém o clima de beligerância da segunda década deste século e o impacto da revolução soviética. No apagar das luzes da 'belle époque' o Estado-gendarme se traveste em Estado intervencionista. Há plena consciência, então, de que desde a segunda metade do século passado o exercício de propriedade fora objeto de uma transformação qualitativa. O proprietário de um bem – como advertia Karl Renner – deixava simplesmente exercer o seu poder sobre a coisa, passando, em função dele, a impor a sua vontade sobre as pessoas e de modo tal que a autonomia se convertia em heteronomia da vontade. Em outros termos: percebeu-se que o poder sobre as coisas engendra um poder pessoal e a propriedade, de mero título para dispor de objetos materiais, se converte em título de domínio sobre pessoas. Daí a necessidade, imperiosa, de o Estado passar a exercer controle sobre o exercício desse poder (Eros Roberto Grau. Elementos de Direito Econômico – Disciplina Jurídica da Atividade Econômica, p. 17).*

49 O Poder Judiciário e a Arbitragem. Quatro Anos da Lei 9.307/96. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* nr. 13, p. 351.

50 *O direito ao devido processo legal é mais uma garantia do que propriamente um direito. Por ele visa-se a proteger a pessoa contra a ação arbitrária do Estado. Colima-se, portanto, a aplicação da lei (Celso Ribeiro Bastos. Curso de Direito Constitucional, p. 209).*

51 O Pleno, na ADIn 1.158-8, em decisão do Min. Celso Mello, consagrou essa visão moderna do devido processo legal: [...] *Todos sabemos que a cláusula do devido processo legal – objeto de expressa proclamação pelo art. 5º, LIV, da Constituição – deve ser entendida, na abrangência de sua noção conceitual, não só no aspecto meramente formal, que impõe restrições de caráter ritual à atuação do Poder Público, mas, sobretudo, em sua dimensão*



Sabemos que a decisão desfavorável da Câmara Arbitral da Bolsa de Valores de São Paulo, no que tange ao contrato de adesão ao *Novo Mercado* brasileiro, poderá sofrer questionamento judicial, já que o juiz, quando acionado, nunca poderá deixar de proferir decisão - artigo 5º XXXV da Constituição Federal de 1988: *a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito*<sup>52</sup>, mas, é claro que não estamos nos referindo a simples propositura da petição inicial, e a sua eventual rejeição de pronto, e sim, estamos nos referindo ao processamento da demanda, na forma prevista no Código de Processo Civil, com todas as suas peculiaridades e requisitos para apreciação do mérito, e não a rejeição da peça vestibular, com fulcro em preliminar argüida. Em outras palavras, distribuir a petição inicial para ver declarada a reforma de decisão arbitral todos podem, mas, o seu processamento nos termos do Código de Processo Civil, sem a sua rejeição de pronto, será plausível?

O presente tópico dedica-se especificamente ao estudo e da análise da irrecorribilidade das sentenças arbitrais, cujo artigo 18 da lei 9.307/96, determina: *O árbitro é juiz de fato e de direito, e a sentença que proferir não fica sujeita a recurso ou a homologação pelo Poder Judiciário* (grifo nosso). É possível de reanálise a laudo arbitral?

O artigo 41 da lei 9.307/96 que deu redação aos artigos 301, IX e 267, VII do Código de Processo Civil<sup>53</sup> em conjunto com decisões futuras, que levem o Judiciário a tomar uma corrente majoritária, no sentido de afastar o monopólio do Judiciário, a doutrina dominante que pode se consolidar cada vez mais, e quem sabe um *leader case* do Supremo Tribunal Federal, podem trazer uma expectativa de direito mais favorável, mas nunca poderemos afirmar, categoricamente, que isto não será objeto de

---

*material, que atua como decisivo obstáculo à edição de atos legislativos de conteúdo arbitrário ou irrazoável. A essência do substantive due process os law reside na necessidade de proteger os direitos e as liberdades das pessoas contra qualquer modalidade de legislação que se revele opressiva ou, como no caso, destituída do necessário coeficiente de razoabilidade.*

52 Mas como surgiu, e qual o real sentido, do inc. XXXV do art. 5º da CF? Antes, porém, de concluirmos, será de extrema utilidade pesquisarmos qual o real sentido e como se deu o surgimento do dispositivo constitucional hoje refletido no inc. XXXV do art. 5º da CF. O mesmo remonta aos tempos do Estado Novo, em que o regime ditatorial fazia com que os inquéritos parlamentares e policiais fossem levados a efeito sem que os envolvidos tivessem assegurado direito e garantias mínimas, sendo vedado ao Judiciário o reexame da questão. Neste contexto, no regime legal de 1937, justificou-se o preceito inserido na Constituição Federal de 1946 em razão da legislação existente, excludente de apreciação judicial inquéritos parlamentares e policiais, prevendo não poder a lei excluir a apreciação do Poder Judiciário a lesão ou ameaça de direito, sendo ele mantido nas Cartas de 1967 e 1988, quase com a mesma redação (José Maria Rossani Garcez. Constitucionalidade da lei 9.307/96. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* nr. 10, p. 355).

53 Art. 301. *Compete-lhe, porém, antes de discutir o mérito, alegar: [...] IX – convenção de arbitragem.*  
Art. 267. *Extingue-se o processo, sem julgamento de mérito: [...] VII – pela convenção de arbitragem.*

apreciação do Poder Judiciário, até porque como acima citado, é inerente da função do juiz proferir decisão, nem que seja, para, em sede de preliminar, afastá-la<sup>54</sup>.

Assim, o problema maior em estudo - questionamento judicial da decisão desfavorável da Câmara de Arbitragem no *Novo Mercado* - é, na verdade, o da compatibilidade entre o princípio do monopólio do judiciário – art. 5º, XXXV da CF/88, de um lado e de outro lado, a *auto-suficiência* da cláusula compromissória completa, e da validade e efeitos positivos da cláusula compromissória em branco<sup>55</sup>.

Cumpre-nos primeiramente, ressaltar que o *procedimento arbitral*, previsto na lei 9.307/90, não é uma ação judicial, sendo o direito de ação, sob o enfoque do princípio da autonomia das vontades uma *faculdade inerente a própria personalidade*<sup>56</sup>, e, portanto, não um dever. Até porque, seria, caso pensássemos o contrário, incentivar os processos judiciais, o que acarretaria todo o dispêndio de numerários por parte do Estado, para manter todo o aparato necessário no nosso emperrado Poder Judiciário.

Manifestando-se a respeito da irrecorribilidade das sentenças arbitrais, Nelson Alexandre Paloni<sup>57</sup> e Rabih Ali Nasser<sup>58</sup>, entendem pela constitucionalidade da

54 RTJ 68/393, II: *o Juízo Arbitral constitui uma jurisdição paralela à da justiça ordinária e suas decisões são equivalentes às dos juízes oficiais, fazem coisa julgada e são oponíveis, por isso mesmo, com exceção à renovação da lide perante aquelas justiças, devendo, por isso, valer independentemente de homologação*.

55 Tribunal de Justiça de São Paulo; 5ª Câmara de Direito Privado, autos do Agravo de Instrumento 124.217.4/0, em 16.09.1999, Desembargador Rodrigues de Carvalho: *A cláusula compromissória, hoje, permite que as partes, em acordo prévio, estabeleçam a forma a instituir a arbitragem, podendo se reportar às regras de um órgão arbitral institucional ou entidade especializada, internacional ou não, quando se obrigam a sujeitar-se às normas por ele editadas. Podem, igualmente, estabelecer na própria cláusula, ou em outro documento, a forma convencionada para a instituição da arbitragem (art. 5º). Caso não haja acordo prévio sobre a forma de instituir a arbitragem, por via postal ou por outro meio adequado de comunicação, deverá a parte interessada a valer-se da cláusula compromissória, para dar início à arbitragem, intimar a outra a firmar o compromisso arbitral. Não comparecendo a parte convocada, ou, comparecendo, recusar-se a firmar o compromisso arbitral, restará a outra parte, em razão da resistência quanto a instituição da arbitragem, propor, em juízo, a ação à celebração do compromisso arbitral. Têm-se, assim, dois tipos de cláusula compromissória. Uma, que não prevê as regras sobre a forma de instituição de arbitragem. Outra, que a prevê. Estas, denominadas completas, ou cheias; aquelas, vazias.*

56 Cândido Rangel Dinamarco. *Execução Civil*, p.364.

57 *O fato de as sentenças arbitrais serem irrecoríveis não deve levantar a questão de justiça ou injustiça (que pertence à filosofia), trata-se simplesmente de uma escolha das partes envolvidas e um grande diferencial em relação à jurisdição estatal. No processo arbitral o conceito de justiça deve ser abstraído daquele vigorante no processo judicial. Em sede arbitral, o princípio da autonomia da vontade das partes foi elevado ao seu grau máximo. Com efeito, as partes possuem total liberdade para escolher ou não a instância arbitral quando estiverem presentes direitos patrimoniais disponíveis, cabendo a elas regular o procedimento arbitral (Nelson Alexandre Paloni. Irrecorribilidade das Sentenças Arbitrais. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nr. 10, p. 387/388).*

58 *Uma tal conclusão, no entanto, nos parece improvável. Parece-nos que não se pode dar ao disposto no artigo 5º, inciso XXXV da Constituição Federal, uma extensão tão ampla a ponto de tornar passível de questionamento, e portanto, ineficaz, uma clara manifestação de vontade das partes de um contrato no sentido de submeter à*

manifestação de vontade das partes em submeter à arbitragem as disputas derivadas de uma relação contratual no mesmo sentido a recente decisão proferida, na esfera trabalhista, frise-se, em que o empregado é declaradamente considerado hipossuficiente, o Tribunal Regional do Trabalho da 2ª Região, nos autos do Recurso Ordinário n. 20010415240-Santos-SP; ac. N. 20020132713; Rel. Juiz Altair Berty Martinez; j. 5/3/2002; v.u.), asseverou que:

Arbitragem – Lei n. 8.630/93, art. 23. A Lei de Arbitragem, Lei n. 9.307/96, art. 1º, faculta a arbitragem em se tratando de direitos patrimoniais disponíveis. É disponível o direito sobre o qual as partes podem transigir (CC, art. 1.035), abrir mão; o direito a alimentos é indisponível, mas o quantum pode ser objeto de transação (NELSON NERY JR. e ROSA MARIA ANDRADE NERY). A Lei n. 8.630/93, art. 23, também a instituiu e, no parágrafo 2º do mesmo dispositivo, estabeleceu que, firmado o compromisso arbitral, não haverá desistência. Entretanto, essa disposição somente pode ser interpretada em sintonia com a Lei de Arbitragem, art. 4º, parágrafo 2º, segundo o qual somente haverá eficácia da cláusula compromissória se o aderente tomar a iniciativa de instituir a arbitragem ou concordar, expressamente com sua instituição, desde que por escrito em documento anexo ou em negrito, com assinatura e visto especialmente para essa cláusula, requisitos indispensáveis asseguradores da livre manifestação da vontade da parte aderente ao contrato imposto pelo mais forte, porque entre nós, a arbitragem é facultativa e, se não fosse, seria inconstitucional lei dispendo diferentemente (CF, art. 5º, XXXV). Muito embora a lei não diga, para certeza de livre manifestação de vontade, melhor seria que o compromisso, de que trata o parágrafo 2º, em destaque, fosse com assistência sindical, para os efeitos da Lei 8.630/93, art. 23).

Assim, *salta aos olhos* a diferença de assistência jurídica que detêm uma companhia ao aderir ao *Novo Mercado* da Bolsa de Valores de São Paulo e o empregado – que aliás, não obrigou a participação do Sindicato da categoria na sua assistência, e

---

*arbitragem as disputas derivadas de uma relação contratual. Tal entendimento afetaria a segurança jurídica que deve nortear as relações contratuais, pois retiraria das partes um instrumento capaz de com que a obrigação assumida (de submeter o litígio à arbitragem) seja observada. Já a conclusão pela constitucionalidade alinharia o nosso direito com o que já ocorre em outros ordenamentos jurídicos, que admitem a possibilidade de forçar a submissão das partes à arbitragem, se essa foi a solução adotada no contrato. No que se refere aos dispositivos da lei que estabelecem a dispensa de homologação judicial das sentenças arbitrais proferidas no Brasil ou no exterior (com exceção da homologação do STF no caso destas), e a impossibilidade de se recorrer de uma sentença arbitral (apesar da possibilidade de se pedir sua anulação em casos previstos na lei), não foram levantadas dúvidas sobre a constitucionalidade no STF. A propósito, o voto proferido pelo Min. Sepúlveda Pertence reconhece 'a constitucionalidade da absoluta equiparação, no direito interno, entre sentença judicial e sentença arbitral' (texto obtido via Internet: [www.albino.com.br/contato/agenda/artigos/artigos.html](http://www.albino.com.br/contato/agenda/artigos/artigos.html)).*

simplesmente o v. acórdão supra transcrito, adverte quanto a possibilidade de se evitar ainda mais, qualquer alegação futura de certeza da livre manifestação de vontade. Dito de outro modo: Não exigiu o v. acórdão a assistência do sindicato para dar validade a cláusula compromissória, e sim, advertiu que melhor seria a sua participação, já que o empregado muitas vezes não possui os conhecimentos básicos da legislação, o que, aliás, *prima facie*, não poderia dar-se a mesma interpretação a companhia que pretende aderir ao Novo Mercado, já que, notória a assistência jurídica de grandes escritórios de advocacia para assessorá-las.

## CONCLUSÃO

O escopo deste trabalho foi delimitado em sua breve introdução, como sendo o de estudar o *Novo Mercado* brasileiro instituído pela Bolsa de Valores de São Paulo, principalmente, no concernente a arbitragem imposta quando da celebração do contrato de adesão a este segmento de listagem. Assim, tivemos *a priori* o intuito de demonstrar o que é o *Novo Mercado*, para somente depois, analisarmos a questão propriamente dita da arbitragem. Essa delimitação implicou em trazer algumas noções básicas de governança corporativa, prática esta, aliás, recente, para se não todos os que negociam suas ações em Bolsa de Valores, pelo menos, para a sua grande maioria, mas, que gradativamente, influenciados por outras companhias estrangeiras, vem desenvolvendo regras mais rígidas aos acionistas controladores, em benefício dos minoritários.

Procurou-se demonstrar a celeuma criada pela interpretação da Lei da Arbitragem – Lei 9.307/90, em confronto com o artigo 5º, inc. XXXV da Constituição Federal de 05.10.1988, ou seja, se há possibilidade de após a *sentença arbitral* ser discutida a mesma questão perante o Poder Judiciário.

Assim, após essa breve descrição dos aspectos principais deste trabalho, adoto o posicionamento de que a decisão proferida em sede de juízo arbitral, pela Câmara Arbitral da Bolsa de Valores de São Paulo, designada na celebração de contrato de adesão – cláusula compromissória, de forma expressa e documental, com a prévia análise, é perfeitamente válida, rejeitando a possibilidade de seu questionamento perante a Comissão de Valores Mobiliários, em grau de recurso administrativo ou mesmo perante o Poder Judiciário, salvo, no caso específico de recurso perante a própria Câmara Arbitral, desde que, previamente previsto no regulamento.

Fundamento este meu posicionamento, inclusive, no próprio entendimento da Bolsa de Valores de São Paulo, que manifestando-se a respeito da Câmara de Arbi-

tragem frente ao julgamento do Supremo Tribunal Federal com relação à constitucionalidade da chamada cláusula compromissória, entende que:

[...] eventual decisão pela inconstitucionalidade destes itens da lei de arbitragem gerará dificuldade na instauração da arbitragem, visto que as partes não poderiam ser obrigadas a se submeterem à arbitragem. Ressalta-se que essa questão não trará maiores consequências quando as partes quiserem submeter, de forma voluntária determinando litígio à arbitragem<sup>59</sup>.

Em outras palavras, trata-se de utilização por quem pode dispor de direitos, da utilização dos princípios da autonomia da vontade <sup>60</sup>, sob pena de se pensarmos diferentemente, estarmos comprometendo toda uma gama de relações jurídicas, hoje, mantida nos mais diferentes segmentos da nossa sociedade moderna.

Portanto, isso tudo, nos leva a pensar ser bem razoável o entendimento de que a justiça neste século, estará bem conectada a evolução dos meios alternativos de solução de conflitos, sendo os de maior repercussão a arbitragem, conciliação e a mediação, mas, para que possam referidos mecanismos lograrem êxitos, precisaremos flexibilizar certos conceitos, visando extrair o máximo proveito disso, sem é claro comprometer qualquer instituto que objetive a plena democratização da justiça<sup>61</sup>.

Para se ter uma idéia desta flexibilização de conceitos, apurou-se no período de 1999 a março de 2001, pelo Conselho Nacional das Instituições de Mediação e Arbitragem – Conima, 885 arbitragens de natureza comercial e em sede de mediação, esse número eleva-se para 7.164, também na esfera comercial.

59 Texto obtido via Internet: [www.novomercadobovespa.com.br](http://www.novomercadobovespa.com.br).

60 *Em que pese se subtraia, sim, pela utilização do instituto arbitral, lesão ou ameaça a direito à apreciação do Judiciário, tal subtração, fruto da autonomia da vontade, não atenta contra os preceitos contidos no art. 5º, XXXV, da CF* (Cláudio Valença Filho. Os efeitos da Convenção da Arbitragem em face da Constituição Federal. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* nr. 15, p. 391).

Ver também: Jorge Mosset Iturraspe. *Interpretacion economica de los contratos*, Rubinzal Culzoni Editores; Julio Carbajo González. *Las condiciones generales de los contratos y el principio de autoomia de la voluntad*, J. M. Bosch Editor; Giuseppe Grisi. *L'Autonomia Privata – Diritto dei contratti e disciplina costituzionale dell'economia*, Giuffrè editore; Isabel Vaz. *Direito Econômico das Propriedades*, Forense, 2ª ed.; Arnold Wald. *Obrigações e Contratos*, Revista dos Tribunais, 13ª ed. rev. ampl. e atual. com a colaboração do prof. Semy Glanz; Norberto Bobbio. *Teoria do Ordenamento Jurídico*, 10ª ed., UnB.

61 *Na Alemanha, a Suprema Corte costuma julgar em torno de 6.000 processos por ano. Já nos EUA, a mais alta Corte aprecia e julga, por ano, ao redor de 130 processos. No Brasil, o Supremo Tribunal, no ano de 1996, proferiu 32.000 decisões, aproximadamente 3.000 por Ministro – Segundo fontes jornalísticas de 27.10.1999 (Revista Veja, p. 35), os 11 ministros do STF bateram mais um recorde em 1999: julgaram cerca de 53.000 processos. Isso significa mais de 4.800 processos por ministro, que, em princípio, terão lido 78.500 páginas por semana, cada um, o equivalente a 46 Bíblias. Não obstante, a remessa didria chegou a 200 novos processos.*

Não para aí. A arbitragem, pode ser utilizada, frise-se, no futuro, e esperamos, bem próximo, inclusive, nos contratos em que se objetive o patrimônio do estado, desde que haja entendimento doutrinário suficientemente plausível para atestar a sua adequação, o que, nos parece, existe<sup>62</sup>, e que, reduziria um incalculável número de processos que tramitam pelos inúmeros tribunais deste país, p. ex. – revisão de pensão, ações trabalhistas, pequenas causas, bem como, ações de grande porte, e, inclusive, as relacionadas aos problemas societários da lei 6.404/76 – par. 3º do artigo 109 – que é tema deste trabalho o *Novo Mercado* brasileiro da Bolsa de Valores de São Paulo.

Neste sentido, aguardamos, esperançosos pela integral constitucionalidade de nossa moderna lei de arbitragem, aliás, promulgada sem qualquer emenda, fato este, plenamente justificado pela larga experiência dos autores de seu anteprojeto, já que, desta maneira, a solução dos conflitos, além de mais rápidos, sigilosos e especializados, atenção para este último, pois, para o caso específico deste trabalho, mercado de capitais – *Novo Mercado*, terreno árido para muito juizes, que ao mesmo tempo em que decidem sobre investigação de paternidade, clonagem de animais, muitas vezes, são obrigados a julgar, validade ou não do *tag along* ou a respeito do valor econômico das ações, matéria esta muito mais especializada para os árbitros, com notório saber jurídico e técnico, a respeito do assunto em debate<sup>63</sup>.

Entendo, *data vênia*, que devemos deixar de lado o conservadorismo exacerbado atualmente existente, para aceitarmos as mudanças hoje existentes, e, adotando o entendimento de Arnold Wald, que lecionando a respeito, entende que:

62 *A Lei 8.666, que trata da licitação e, portanto, dos contratos em que se objetiva o patrimônio do Estado, condicionando-lhe assim a disponibilidade, em seu art. 55, obrigando ao estabelecimento do foro da sede do ente administrativo, não elimina a possibilidade de transação e, ipso facto, da arbitragem. Nada impede, no entanto se alvitre a possibilidade eventual autorização prévia do Poder Legislativo para a prática de ato submetendo o Estado à decisão arbitral. Contudo preocupa-nos a inclusão na 'reforma do judiciário' de artigo em que a nobre relatora Deputada Zulaê Cobra Ribeiro, justificando-o amparo constitucional ao instituto da arbitragem, exclui a figura do Estado como parte capaz de submeter-se à arbitragem, motivo pela qual nos arvoramos em sugerir emenda que ao menos o faculte mediante autorização legal ou legislativa, evitando-se a negativa constitucional à já existe arbitrabilidade excepcional, quando se trata de direitos patrimoniais disponíveis titulados pelo Estado (Marcos Paulo de Almeida Salles. Da arbitrabilidade. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nr. 10, p. 365).*

63 *Antes que, como temos fundadas esperanças, venha a ser solidificada a opinião sobre a integral constitucionalidade de nossa moderna lei de arbitragem, uma recomendação útil é a de que as partes desejosas de solucionar suas questões no Brasil por meio de arbitragem, que é, efetivamente, o meio mais rápido, sigiloso e especializado para solução de conflitos e que pode ser realizada em País neutro, fora da influência eventual das partes, procurem estas atrelar a mesma às normas de alguma instituição especializada o que é expressamente aceito pelo art. 5º da lei, evitando-se, de qualquer forma, a cláusula compromissória destituída de elementos que tenham de ser intuitos ou descobertos futuramente com dificuldade, tendo de presumir-se a vontade das partes em casos em que elas não forneceram sinais neste sentido (José Maria Rossani Garcez. Constitucionalidade da lei 9.307/96. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nr. 10, p. 359).*

Fala-se muito no conservadorismo dos juristas, mas a melhor maneira de conservar consiste em renovar e reformar instituições, adaptando-as ao novo contexto no qual vivemos, para que elas possam exercer adequadamente as suas funções<sup>64</sup>.

Para finalizar, acredito que quanto mais comunicação jurídica nos criamos, mais complexa torna-se a sociedade, em outras palavras, quanto mais, tentamos mudar, seja através da criação do *Novo Mercado* ou da determinação da cláusula compromissória do contrato de adesão perante a Bolsa de Valores ou lei de arbitragem, questões estas levantadas neste trabalho, mais, complexidade criamos, pois, antes da lei da arbitragem não tínhamos as complexidades por ela criada, antes da criação do Novo Mercado, não tínhamos as complexidades deste segmento de listagem, mas, não podemos ficar parado no tempo, já que, principalmente, no campo econômico, enquanto este avança rapidamente, o direito, o faz de maneira de maneira lenta, sendo quem sabe a arbitragem uma maneira legal de não ficarmos a *mercê* desta lentidão judiciária<sup>65</sup>.

## REFERÊNCIAS

ALCÂNTARA, Eurípedes; LORES, Raul Juste. Economia e negócios. *Revista Veja*, 31 de julho de 2002.

ARAGÃO, Paulo Cezar. *A disciplina do Acordo de Acionistas*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

BASTOS, Celso Ribeiro. *Curso de Direito Constitucional*. 14.ed., São Paulo: Saraiva, [19--].

BERLE JR, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company, 1935.

64 Arnod Wald. *A estabilidade do direito e o custo Brasil*, vide *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* nr. 13, citação feita por Pedro A. Batista Martins, p. 350.

65 Leis, contratos, atos administrativos e sentenças judiciais – exemplos cotidianos de comunicação jurídica – transformam e ampliam continuamente as possibilidades de comunicação. A complexidade da vida moderna provoca muita insegurança, por exemplo, em relação aos comportamentos e às consequências jurídicas dele resultantes. O direito é incapaz de eliminar essa insegurança ou de garantir comportamentos. Basta pensar no direito comercial e bancário. Eles não são capazes de suprimir a incerteza das relações comerciais ou financeiras e muito menos de abonar atitudes efetivas de quem participa desses negócios. Porém, sem suas instituições muitas atividades estariam comprometidas. A comunicação jurídica apenas aumenta a margem de insegurança socialmente suportável. Por isso, como um primeiro dado importante da linguagem jurídica, vale sublinhar que o direito multiplica possibilidades de comunicação e reforça expectativas de comportamento. Não está ao alcance do discurso jurídico erradicar a insegurança ou garantir condutas (Celso Fernandes Campilongo. *O Direito na Sociedade Complexa*, p. 162).



BEVILÁQUA, Clovis. *Código Civil comentado*. São Paulo: Francisco Alves, 1919, vol. IV.

BOBBIO, Norberto. *Teoria do ordenamento jurídico*. 10.ed., Brasília: Universidade de Brasília, 1997.

BULGARELLI, Waldírio. *O conselho fiscal nas companhias brasileiras*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1988.

CAMPILONGO, Celso Fernandes. *Direito e democracia*. São Paulo: Max Limonad, 2000.

\_\_\_\_\_. *O direito na sociedade complexa*. São Paulo: Max Limonad, 2000.

\_\_\_\_\_. *Política, sistema jurídico e decisão judicial*. São Paulo: Max Limonad, 2002.

CARMONA, Carlos Alberto. A arbitragem no Brasil: em busca de uma nova lei. *Revista de Processo* n. 72, São Paulo, 1993.

CARVALHOSA, Modesto. *Cláusula Compromissória Estatutária e Juízo Arbitral (parágrafo 3º do artigo 109)*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 5.ed. rev. e atual. de acordo com o novo Código Civil e alterações da LSA, São Paulo: Saraiva, 2002, vol.2.

\_\_\_\_\_. *O Direito de Saída Conjunta ( 'Tag Along' )*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: Teoria das obrigações contratuais e extracontratuais*. 11.ed., São Paulo: Saraiva, 1996, vol.3.

*EXPERIÊNCIAS de governança corporativa / Harvard Business Review*, tradução Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

FERREIRA, Luiz Eduardo Martins. As Bolsas de Valores do Brasil. *Revista de Direito Mercantil*, 1992, vol. 86.

*FOLHA de São Paulo*: Caderno Dinheiro, 21 de julho de 2002, B4.

FRANÇA, R. Limongi. *Instituições de direito civil*. 4.ed., São Paulo: Saraiva, 1996.

GARRIDO, José Antonio Ballesteros. *Las condiciones generales de los contratos y el principio de autonomía de la voluntad*. Barcelona: Jose Maria Bosch Editor, 1999.

GRAU, Eros Roberto. Elementos de Direito Econômico – Disciplina Jurídica da Atividade Econômica. [S.l. / 19--].

GRISI, Giuseppe. *L'Autonomia Privata: Diritto dei contratti e disciplina costituzionale dell'economia*. Milano: Giuffrè, 1999.

*INSTITUTO Brasileiro de Governança Corporativa*, n.º 10 de mar./abr. 2002 e n.º 11 de maio/jun. de 2002.

ITURRASPE, Jorge Mosset. *Interpretacion economica de los contratos*. Santa Fé: Rubinzal-Culzoni, 1994.

*JORNAL da tarde*: Caderno A: Economia. Novo Mercado da Bovespa tem ações em baixa na estréia, sábado, 02 de fevereiro de 2002, p. 13.

LEMES, Selma M. Ferreira. *Aspectos fundamentais da lei da arbitragem*. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

LOBO, Jorge (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n.º 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

LODI, João Bosco. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LOURENÇO, José. *Limites à liberdade de contratar: princípios da autonomia e da heteronomia da vontade nos negócios jurídicos*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2001.

MATTOS, Adriana. Dinheiro: Empresas - Inquérito apura eventuais irregularidades nos balanços de 95 e 96. Semp Toshiba é investigada pela CVM. *Jornal Folha de São Paulo*, Domingo, 28 de julho de 2002, p. B5.

MARTINS, Pedro Batista. *Anotações sobre a arbitragem no Brasil e o Projeto de Lei 72/98*. São Paulo: Revista Forense, 1993, vol. 332.

OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. *Poder Regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. Tese de Doutorado em Direito Econômico apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Abril/1989.

*REVISTA de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, n.ºs 07, 09, 10, 12, 13, 14 e 15. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000/2002.

ROSENBER, Hilary. *Mudando de lado / A traitor to his class. A luta de Robert A. G. Monks pela governança corporativa nos EUA*, tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

SETÚBAL, Roberto Egydio. Os Parlamentares e a Bolsa de Valores. *Revista Bovespa* n.º. 83, jul./set. de 2002.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O conselho de administração na sociedade anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores*. São Paulo: Atlas, 1999.

VAZ, Isabel. *Direito econômico das propriedades*. 2.ed., Rio de Janeiro: Forense, 1993.

WALD, Arnoldo. *Obrigações e Contratos*. 13.ed. rev. ampl. e atual. de acordo com a Constituição de 1988, as modificações do CPC, a jurisprudência do STJ e o Código do Consumidor e com a colaboração do Prof. Semy Glanz, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998.

<http://financenter.terra.com.br>

[www.albino.com.br](http://www.albino.com.br)

[www.novomercadobovespa.com.br](http://www.novomercadobovespa.com.br)

[www.stf.gov.br](http://www.stf.gov.br)